

SK COMPANY Analysis



Analyst
박한샘

sam4.park@sks.co.kr
02-3773-8477

Company Data

자본금	189 십억원
발행주식수	3,787 만주
자사주	211 만주
액면가	5,000 원
시가총액	5,055 십억원
주요주주	
SK(외4)	40.95%
국민연금공단	10.51%
외국인지분율	9.20%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(21/04/04)	133,500 원
KOSPI	3112.8 pt
52주 Beta	1.21
52주 최고가	138,000 원
52주 최저가	36,900 원
60일 평균 거래대금	53 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	14.6%	12.1%
6개월	60.8%	20.3%
12개월	257.0%	97.8%

SKC (011790/KS | 매수(유지) | T.P 179,000 원(상향))

실적 맑음, 성장성 이상 무

1Q 영업이익은 784 억원이 예상돼 컨센서스를 상회하는 실적 기대. PO 가격 4 분기에서 1 분기 12.8% 다시 한번 상승해 스프레드 상향. 화학 부문 호실적 기대. 동시에 동박은 구리 가격 상승에 양적 성장과 견조한 이익 예상. 게다가 동박 5.6 공장의 빨리지는 가동 시점, 말레이시아 증설 확대로 미래가치 상승. 이에 동박의 Multiple을 반영한 SOTP 그리고 내재가치 중심의 DCF를 혼합해 목표주가 179,000 원, 투자의견 매수를 제시함

체력과 성장을 모두 보여줄 실적

1 분기 매출액과 영업이익 추정치는 각각 7,584 억원, 784 억원이 예상돼 4/4 일 기준 컨센서스(7,364 억원 / 714 억원)를 소폭 상회할 것으로 예상한다. 화학의 경우 PO는 4 분기 평균 \$2,477.1/t에서 1 분기 \$2,794.8/t 까지 올라와 12.8% 다시 한번 점프했다. 스프레드도 우호적인 만큼 실적 기여 클 것으로 기대한다. 반면 동박은 구리가격 상승 및 인건비 상승으로 이익률은 소폭 하향 조정될 전망이다. 다만, 성장성에는 무리 없어 화학의 탄탄한 체력과 동박의 알파를 모두 보여주는 실적기대한다.

빨리지는 동박, 뒤 따르는 반도체 소재

동사가 발표했던 말레이시아 증설은 기존 4.4 만톤 목표에서 5 만톤으로 확대되었다. 여기에 5,6 공장 가동 시점도 앞당기고 있다. 배터리 관련 해외모니가 화두에 오른 가운데 생산능력 증설이라는 방향성은 일치하는 방향이라는 점에서 배터리 소재 동박의 메리트는 앞으로 더욱 빠르고 크게 다가올 전망이다. 게다가 배터리 사업 (솔믹스, 텔레시스(소재), 동사(CMP Pad))의 통합은 반도체 슈퍼싸이클을 업고 기존 성장성에 알파를 더해줄 것으로 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 130,000 원 → 179,000 원 상향

동사는 화학의 견조한 체력 및 spread 호조에 동박 증설 확대 및 조기 가동에 미래가치 상향에 무리 없다는 판단이다. Valuation은 사업부별 EV/EBITDA Multiple을 별도로 부여한 SOTP와 내재가치 중심의 DCF를 혼합해 기존 6.7 조원에서 상향한 EV 8.3 조원을 산정했다. 이에 목표주가 179,000 원, 투자의견 매수 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	2,768	2,361	2,702	3,098	3,122	3,620
yoY	%	4.3	-14.7	14.5	14.7	0.8	15.9
영업이익	십억원	201	140	191	334	333	429
yoY	%	14.5	-30.5	36.5	75.3	-0.4	28.7
EBITDA	십억원	328	283	387	604	595	660
세전이익	십억원	182	60	207	230	227	322
순이익(자체주주)	십억원	121	60	37	138	136	207
영업이익률%	%	7.3	5.9	7.1	10.8	10.7	11.8
EBITDA%	%	11.9	12.0	14.3	19.5	19.1	18.2
순이익률	%	5.1	2.9	2.7	5.6	5.5	6.7
EPS(계속사업)	원	3,213	1,301	2,220	3,640	3,588	5,477
PER	배	11.1	39.2	42.4	36.7	37.2	24.4
PBR	배	0.9	1.2	2.0	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA	배	8.7	13.1	15.1	12.2	12.5	11.2
ROE	%	8.1	3.9	2.2	7.4	6.9	9.9
순차입금	십억원	1,296	1,598	2,159	2,157	2,167	2,061
부채비율	%	126.2	130.1	182.3	178.4	171.0	164.3

1. Highlight View 3

(1) 기본이 좋다, PO 강세

동사의 주요 제품인 PO는 4분기 평균 \$2,477.1/t에서 1분기 \$2,794.8/t까지 올라와 12.8% 상승했다. 자연스레 단순 spread도 QoQ 12.6% 상승한 \$1,765/t을 기록했다. 미국 한파의 여파에 더해 전방 산업인 자동차, 가전 쪽 수요도 견조한 것으로 파악돼 우호적인 흐름을 보여준 것으로 파악된다. 현 흐름 기준 상반기 문제 없어 보인다.

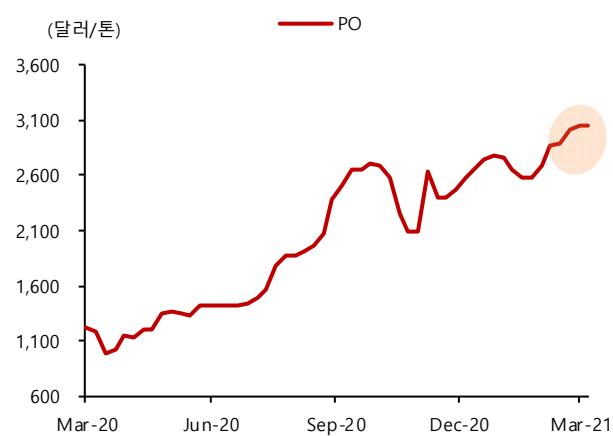
(2) 배터리 소재 경쟁력, 동박

동박의 최근 시황은 판매 호조 그리고 구리가격 상승으로 정리된다. 기본적으로 배터리 헤게모니 싸움 속 증설에 대한 이야기가 오고 가기 때문에 앞으로의 소재 자체의 성장 성은 유효하다. 게다가 말레이시아 해외공장 증설을 기준 4.4 만톤 → 5.0 만톤까지 확대시켜, 2023년 10.2 만톤의 생산능력이 기대된다. 그리고 최근 들어 구리가격이 1/4 \$7,918.5/t에서 \$9,600/t 이상에서 Peak를 찍은 이후 하향되는 모습이다. 구리 가격 상승은 판가에 전이돼 양적인 매출, 이익 성장 기대된다. 다만, 이익률 자체에는 부담일 것으로 판단한다.

(3) 성장에 성장을 더할 반도체 소재

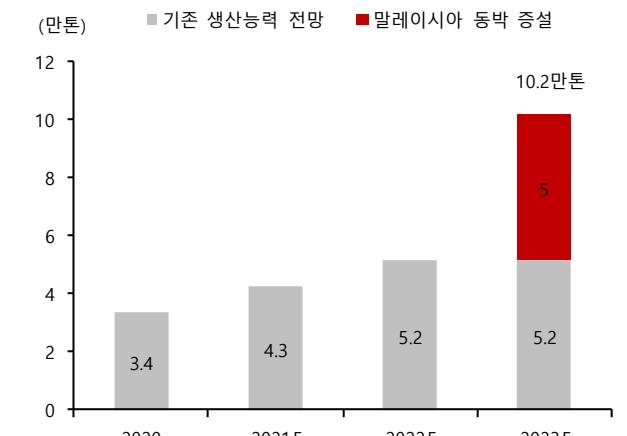
솔믹스를 중심으로한 반도체 사업 통합을 앞두고 있다. 텔레시스(소재)+ 솔믹스+ SKC(CMP Pad, 현물출자)가 하나로 통합돼 반도체 경쟁력 제고 예상된다. 반도체 시황 자체가 우호적인 만큼 동박에 더해 동사 성장성에 알파를 부여할 것으로 기대한다.

PO 가격 상승세



자료: Cischem, SK증권

동박 생산능력 증가 추이



자료: SKC, SK증권

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망	(단위 : 십억원, %)									
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	YoY	QoQ	2020	2021E	2022E
매출액	661.1	656.2	723.7	661.2	758.4	14.7%	14.7%	2,702.2	3,098.0	3,122.2
영업이익	27.4	49.9	55.3	58.1	78.4	185.8%	35.0%	190.8	334.4	333.0
영업이익률	4.2%	7.6%	7.6%	8.8%	10.3%	6.2%	1.6%	7.1%	10.8%	10.7%
세전이익	141.2	14.3	23.1	28.5	51.4	-63.6%	80.4%	207.1	230.0	227.4
세전이익률	21.4%	2.2%	3.2%	4.3%	6.8%	-14.6%	2.5%	7.7%	7.4%	7.3%
지배순이익	79.2	-3.0	2.6	-41.7	32.1	-59.5%	흑전	37.1	137.8	135.9
지배주주순이익률	12.0%	-0.5%	0.4%	-6.3%	4.2%	-7.7%	10.5%	1.4%	4.4%	4.4%
사업부별 매출액										
Industry 소재(구 필름)	256	230	273	240	255	-0.2%	6.4%	999	959	761
Mobility 소재	71	76	103	120	135	89.3%	12.1%	371	521	638
반도체소재	84	101	104	107	109	29.9%	1.9%	395	524	627
화학	188	163	185	212	218	15.6%	2.8%	748	824	826
기타	62	86	58	84	42	-32.2%	-49.8%	290	270	271
사업부별 영업이익										
Industry 소재(구 필름)	11.3	13.8	16.9	16.9	15.3	35.8%	-9.2%	58.9	56.5	38.8
이익률	4.4%	6.0%	6.2%	7.0%	6.0%	1.6%	-1.0%	5.9%	5.9%	5.1%
Mobility 소재	6.7	13.1	15.2	17.9	19.0	182.9%	5.9%	52.9	89.4	113.2
이익률	9.4%	17.2%	14.7%	14.9%	14.0%	4.6%	-0.8%	14.3%	17.2%	17.7%
반도체소재	1.1	3.9	6.3	6.1	6.8	520.0%	11.8%	17.4	41.4	63.4
이익률	1.3%	3.9%	6.0%	5.7%	6.3%	5.0%	0.6%	4.4%	7.9%	10.1%
화학	17.5	22.4	25.3	22.9	43.9	150.6%	91.5%	88.1	158.6	129.3
이익률	9.3%	13.7%	13.7%	10.8%	20.2%	10.9%	9.3%	11.8%	19.2%	15.7%
기타	-6.4	-3.3	-8.4	-8.8	-6.6	적지	적지	-26.9	-11.5	-11.7
0이익률	-10.3%	-3.8%	-14.5%	-10.5%	-15.6%	-5.3%	-5.1%	-9.3%	-4.2%	-4.3%

자료: SKC, SK 증권 추정

3. Valuation

SOTP Valuation

(단위: 십억원)

사업부	12M Fwd EBITDA	Target EV/EBITDA	Fair Value	비고
화학	226	8.4	969	화학사업부 이익 중심 '15~16 평균 * PIC 글로벌 51% 지분 반영"
Mobility	143	21.5	3,079	일진머티리얼즈, 두산솔루스
인더스스트리 소재	137	6.9	947	"PET Film 주요 Peer Ester Industries, Toray, 코오롱인더"
반도체 소재	100	17.9	1,790	SKC 솔믹스 기준 추정
통신	13	20.5	274	슬리드
Peer Valuation 영업가치 (A*1)			7,059	
DCF 영업가치 (A*2)			9,592	* 3년추정 / 7년(+3.5%) / 20년(+3.0%) / 1% 영구성장
추정 Enterprise Value(A)			8,326	A*1, A*2 평균
순부채(B)			2,150	4Q20
우선주 시가총액(C)			0	2021-3-31 기준
관계주식(D)			225	4Q20
보통주 유통 주식수(천주)(E)			35,751	
추정 금액(원) [= (A-B-C+D)/E]			179,039	
Target price(원)			179,000	
현 주가(원)			133,500	2021-4-2 기준
Upside(%)			34%	

자료: SK 증권 추정

DCF Valuation

(단위: 십억원)

FCF	2021E	2022E	2023E	Terminal Value
Forecasted Value	48	47	151	11,256
Discounted Value as of 1Q21E	48	45	139	6,875
Sum of Discounted Value(A)	7,107			
1Q21E EBITDA(B)	460			
Target EV/EBITDA(=A/B)	15			
12M fwd EBITDA	620			
Enterprise Value (DCF*)	9,592			

g* Average Growth rate	3.5%	* '24~'30
g** Average Growth rate	3.0%	* '30~'50
g (Implied growth rate)	1.0%	
WACC	4.1%	
Cost of equity	6.9%	* 5년 평균
Risk Free rate	2.1%	
Market Risk Premium	5.0%	
Beta	0.95	
Cost of Debt	3.4%	* 2020년 추정
Target Debt/Equity	182%	* 4Q20
Weight of Equity	0.4	
Weight of Debt	0.6	

자료: SK 증권 추정

주: Risk Free Rate는 미 국채 10년물 5년 평균

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	993	1,247	1,427	1,508	1,795
현금및현금성자산	80	429	490	537	643
매출채권및기타채권	379	402	460	469	549
재고자산	386	337	386	412	500
비유동자산	2,980	4,159	4,301	4,447	4,572
장기금융자산	7	3	3	3	3
유형자산	2,116	2,298	2,524	2,739	2,915
무형자산	255	1,308	1,221	1,153	1,099
자산총계	3,973	5,406	5,728	5,955	6,367
유동부채	1,043	1,734	1,837	1,859	2,033
단기금융부채	681	1,091	1,100	1,116	1,116
매입채무 및 기타채무	297	339	389	392	511
단기충당부채	9	1	1	1	1
비유동부채	1,203	1,757	1,833	1,899	1,925
장기금융부채	1,007	1,502	1,552	1,593	1,593
장기매입채무 및 기타채무	2	3	3	3	3
장기충당부채	4	4	5	5	6
부채총계	2,247	3,491	3,670	3,758	3,958
지배주주지분	1,559	1,808	1,913	2,016	2,191
자본금	188	189	189	189	189
자본잉여금	141	337	337	337	337
기타자본구성요소	-108	-62	-62	-62	-62
자기주식	-62	-62	-62	-62	-62
이익잉여금	1,350	1,364	1,466	1,566	1,738
비지배주주지분	167	107	144	181	218
자본총계	1,726	1,915	2,057	2,197	2,409
부채와자본총계	3,973	5,406	5,728	5,955	6,367

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	73	406	522	511	574
당기순이익(손실)	67	74	174	172	244
비현금성항목등	252	258	429	423	416
유형자산감가상각비	134	165	164	175	159
무형자산상각비	9	30	105	87	72
기타	45	-120	1	1	1
운전자본감소(증가)	-212	112	-26	-29	-8
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-21	20	-59	-8	-80
재고자산감소(증가)	-32	44	-49	-26	-87
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-105	59	50	3	118
기타	-54	-11	32	2	41
법인세납부	-34	-39	-56	-55	-78
투자활동현금흐름	-247	-1,043	-401	-400	-345
금융자산감소(증가)	-7	4	0	0	0
유형자산감소(증가)	-254	-287	-390	-390	-335
무형자산감소(증가)	-26	-19	-19	-19	-19
기타	39	-741	8	8	9
재무활동현금흐름	93	632	-60	-64	-123
단기금융부채증가(감소)	-184	-188	9	16	0
장기금융부채증가(감소)	374	941	50	41	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-39	-39	-36	-36	-36
기타	-59	-82	-83	-85	-87
현금의 증가(감소)	-80	349	61	47	106
기초현금	160	80	429	490	537
기말현금	80	429	490	537	643
FCF	-226	348	88	77	194

자료 : SKC, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,361	2,702	3,098	3,122	3,620
매출원가	1,962	2,193	2,404	2,428	2,772
매출총이익	399	509	694	694	848
매출총이익률 (%)	16.9	18.9	22.4	22.2	23.4
판매비와관리비	259	318	360	361	419
영업이익	140	191	334	333	429
영업이익률 (%)	5.9	7.1	10.8	10.7	11.8
비영업손익	-79	16	-104	-106	-107
순금융비용	54	84	78	79	80
외환관련손익	2	-19	-27	-27	-27
관계기업투자등 관련손익	-1	-33	-1	-1	-1
세전계속사업이익	60	207	230	227	322
세전계속사업이익률 (%)	2.6	7.7	7.4	7.3	8.9
계속사업법인세	4	87	56	55	78
계속사업이익	57	120	174	172	244
증단사업이익	11	-46	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	67	74	174	172	244
순이익률 (%)	2.9	2.7	5.6	5.5	6.7
지배주주	60	37	138	136	207
지배주주귀속 순이익률 (%)	25.3	13.7	4.45	4.35	5.73
비지배주주	8	36	36	36	36
총포괄이익	70	77	178	176	247
지배주주	61	40	141	139	210
비지배주주	8	37	37	37	37
EBITDA	283	387	604	595	660

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-14.7	14.5	14.7	0.8	15.9
영업이익	-30.5	36.5	75.3	-0.4	28.7
세전계속사업이익	-66.8	242.7	11.1	-1.1	41.5
EBITDA	-13.7	36.6	56.1	-1.4	10.9
EPS(계속사업)	-59.5	70.7	64.0	-1.4	52.7
수익성 (%)					
ROE	39	22	7.4	6.9	9.9
ROA	1.7	1.6	3.1	3.0	4.0
EBITDA/마진	12.0	14.3	19.5	19.1	18.2
안정성 (%)					
유동비율	95.2	71.9	77.7	81.1	88.3
부채비율	130.1	182.3	178.4	171.0	164.3
순자금/자기자본	92.6	112.7	104.9	98.6	85.6
EBITDA/이자비용(배)	5.2	4.4	7.3	7.0	7.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,301	2,220	3,640	3,588	5,477
BPS	41,542	47,746	50,518	53,238	57,847
CFPS	5,410	6,203	10,747	10,512	11,583
주당 현금배당금	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	39.2	43.7	37.9	38.5	25.2
PER(최저)	23.4	12.6	27.3	27.7	18.1
PBR(최고)	1.2	2.0	2.7	2.6	2.4
PBR(최저)	0.7	0.6	2.0	1.9	1.7
PCR	9.4	15.2	12.4	12.7	11.5
EV/EBITDA(최고)	13.1	15.3	12.5	12.8	11.4
EV/EBITDA(최저)	10.4	8.7	10.1	10.3	9.2